

中国中免 (601888)

2023 年报点评: 股息率升至 2%, 口岸免税潜力较大

买入 (维持)

2024 年 03 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	54,433	67,540	81,530	102,256	116,960
同比	-19.57%	24.08%	20.71%	25.42%	14.38%
归母净利润 (百万元)	5,030	6,714	8,281	9,669	11,381
同比	-47.89%	33.46%	23.35%	16.76%	17.70%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.43	3.25	4.00	4.67	5.50
P/E (现价&最新摊薄)	34.21	25.63	20.78	17.80	15.12

投资要点

- **事件:** 2024 年 3 月 27 日, 中国中免发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入 675.40 亿元, 同比+24.08%, 实现归母净利润 67.14 亿元, 同比+33.46%, 扣非归母净利润 66.52 亿元, 同比+35.71%。符合此前业绩快报披露值。
- **Q4 业绩符合预期, 提高现金分红比例。** 2023Q4 收入为 167.03 亿元, 同比-11%, 较 2021 年同期-8%; 归母净利润为 15.07 亿元, 同比+275%, 较 2021 年同期+30%; 扣非归母净利润为 14.64 亿元, 同比+359%, 较 2021 年同期+28%。Q4 归母净利率为 9.0%, 同比+6.4pct。董事会决议年度利润分配方案为现金分红 51%, 较往年 30%水平显著提升。
- **线下免税销售占比提升带动毛利率恢复。** 2023 年线下消费场景恢复带动免税销售业务增长, 免税商品销售/有税商品销售营收分别为 442.3/223.4 亿元, 收入占比为 65%/33%; 线下/线上毛利率分别为 39.49%/15.25%, 毛利润占比 81%/16%。免税销售占比提升带动公司整体毛利率提升至 31.8%, 同比+3.4pct, Q4 毛利率为 32.0%, 同比+11.1pct。
- **海南市场销售额占总营收 6 成, 2024 年口岸免税销售有较大发展潜力。** 2023 年海南地区/上海地区分别实现营收 396.5/178.2 亿元, 同比+14%/26%, 营收占比分别为 59%/26%。租金合同补充协议生效, 与机场的合作机制理顺。2024 年 2 月, 北京首都机场/上海浦东机场/广州白云机场/全国整体的国际客流恢复至 2019 年同期的 50%/87%/74%/81%, 随着国际客流进一步提升及货盘的支持, 口岸免税销售额在 2024 年有较大发展潜力。
- **盈利预测与投资评级:** 中免市场地位稳固, 中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复, 在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。维持 2024/2025 年及新增 2026 年盈利预期, 2024-2026 年中国中免归母净利润分别为 82.8/96.7/113.8 亿元, 对应 PE 为 21/18/15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	83.18
一年最低/最高价	75.12/187.99
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	162,406.92
总市值(百万元)	172,087.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.02
资产负债率(% ,LF)	24.96
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

- 《中国中免(601888): 2023 业绩快报点评: Q4 业绩略超市场预期, 口岸免税销售潜力大》
2024-01-08
- 《中国中免(601888): 机场租金补充协议二次落地, 兑现议价权》
2023-12-27

中国中免三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	58,456	66,126	84,485	96,396	营业总收入	67,540	81,530	102,256	116,960
货币资金及交易性金融资产	31,838	36,908	61,178	51,124	营业成本(含金融类)	46,049	55,848	71,068	81,287
经营性应收款项	621	314	254	396	税金及附加	1,644	1,957	2,454	2,807
存货	21,057	24,783	17,167	39,860	销售费用	9,421	8,235	9,970	11,170
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,208	2,772	3,323	3,649
其他流动资产	4,940	4,121	5,885	5,016	研发费用	58	65	82	94
非流动资产	20,414	20,391	20,351	20,293	财务费用	(869)	706	866	877
长期股权投资	2,200	2,200	2,200	2,200	加:其他收益	150	230	184	175
固定资产及使用权资产	8,387	7,667	7,030	6,575	投资净收益	87	82	82	82
在建工程	1,067	1,867	2,567	3,067	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,128	2,125	2,122	2,119	减值损失	(636)	(750)	(880)	(1,000)
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	48	1	1	1
长期待摊费用	1,074	1,024	974	924	营业利润	8,677	11,510	13,880	16,335
其他非流动资产	4,736	4,686	4,636	4,586	营业外净收支	(32)	(8)	(7)	(7)
资产总计	78,869	86,517	104,835	116,689	利润总额	8,646	11,502	13,873	16,328
流动负债	15,329	14,610	21,753	20,418	减:所得税	1,379	2,070	2,497	2,939
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,108	2,108	2,158	2,208	净利润	7,266	9,432	11,376	13,389
经营性应付款项	6,410	3,570	8,293	5,277	减:少数股东损益	553	1,151	1,706	2,008
合同负债	1,216	1,675	2,132	2,439	归属母公司净利润	6,714	8,281	9,669	11,381
其他流动负债	6,594	7,256	9,170	10,494	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.25	4.00	4.67	5.50
非流动负债	4,359	4,379	4,379	4,379	EBIT	8,306	12,933	15,643	18,229
长期借款	2,522	2,522	2,522	2,522	EBITDA	9,616	14,333	16,960	19,363
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.82	31.50	30.50	30.50
租赁负债	1,751	1,771	1,771	1,771	归母净利率(%)	9.94	10.16	9.46	9.73
其他非流动负债	86	86	86	86	收入增长率(%)	24.08	20.71	25.42	14.38
负债合计	19,688	18,989	26,133	24,797	归母净利润增长率(%)	33.46	23.35	16.76	17.70
归属母公司股东权益	53,834	61,029	70,498	81,679					
少数股东权益	5,348	6,498	8,205	10,213					
所有者权益合计	59,182	67,527	78,703	91,892					
负债和股东权益	78,869	86,517	104,835	116,689					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	15,126	6,526	25,731	(8,792)	每股净资产(元)	26.02	29.50	34.08	39.48
投资活动现金流	(4,716)	(1,303)	(1,201)	(1,001)	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	(4,628)	932	(59)	(61)	ROIC(%)	11.12	15.32	16.13	16.29
现金净增加额	5,990	6,155	24,271	(10,054)	ROE-摊薄(%)	12.47	13.57	13.72	13.93
折旧和摊销	1,310	1,400	1,317	1,135	资产负债率(%)	24.96	21.95	24.93	21.25
资本开支	(1,801)	(1,384)	(1,283)	(1,083)	P/E (现价&最新股本摊薄)	25.63	20.78	17.80	15.12
营运资本变动	5,957	(5,069)	12,125	(24,351)	P/B (现价)	3.20	2.82	2.44	2.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>